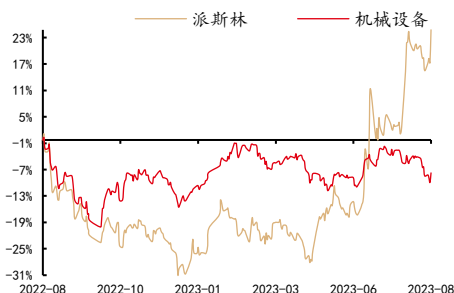


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.38
总股本/流通股本(亿股)	4.65 / 4.65
总市值/流通市值(亿元)	48 / 48
52 周内最高/最低价	10.38 / 5.68
资产负债率(%)	54.7%
市盈率	32.28
第一大股东	万丰锦源控股集团有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 傅昌鑫
SAC 登记编号: S1340123050006
Email: fuchangxin@cnpsec.com

派斯林(600215)

盈利能力大幅改善，中长期成长可期

● 事件描述

公司发布 2023 年半年度业绩报告，2023H1 公司实现营业收入 8.54 亿元，同比增加 77%；实现归母净利润 8278.03 万元，同比增加 133.51%；实现扣非归母净利润 7910.99 万元，同比增加 148.81%。基本每股收益达到 0.18 元/股，同比增长 126.40%。

● 事件点评

业绩大幅增长，盈利能力显著改善。2023 年上半年，公司经营业绩显著回暖。汽车业务方面，受益于北美地区汽车制造业向新能源转型提速，不断加强“中、美、墨”的国际业务协同，持续完善供应链体系，实现了市场订单及业绩增长的双丰收；非汽车业务方面，公司运用自身在汽车自动化系统集成领域多年积累的工艺技术优势，先后开发了智能仓储、装配式建筑的自动化产线，不仅熨平了汽车业务的周期性，而且提升了公司整体的盈利水平，毛利率从 2022 年的 14.60% 增长至 20.86%，扣非后净利率也从 2022 年的 1.84% 增长至 9.27%。主营业务新增订单充裕，项目交付增加，国际业务协同能力提升，使得公司上半年业绩增长超预期，营收同比增长 77%，归母净利润也同比增长 133.51%，盈利能力大幅提高。

股权激励彰显发展信心，房地产去化将改善公司经营压力。公司发布半年报业绩的同时达成了股权激励计划的授予条件，现已向 34 名激励对象授予限制性股票 815 万股，价格为 4.38 元/股。实施股权激励主要目的是建立、健全长效激励约束机制，提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，公司此前业务主要依靠美国派斯林团队，如今上海派斯林和墨西哥派斯林相继成立，海外团队保持沿用原有经营思路同时委派董事、高管协同管理，现阶段更加需要充分的激励机制，使各方共同关注公司长远发展。2023H1 公司经营活动现金流为-9892.92 万元，主要系项目实施进度尚未到达回款节点，但同时也说明了公司经营过程中仍然存在现金流的压力。公司 7 月 18 日已经完全出售了房地产业务的重大资产，实现了房地产剥离去化，全面聚焦智能制造主业。未来房地产及物管业务所带来的回款资金将有效改善公司经营现金流压力。

受益北美电动车市场景气，订单及需求空间打开。近年来，在各国优惠政策扶持和推动下，新能源汽车市场规模和发展速度不断增加。2022 年 8 月美国 IRA 法案出台，推动美国传统主机厂加速转型投产，墨西哥由于其地理位置、经济政策环境等因素，成为汽车制造业投资热土，车厂资本开支计划接踵而至。受益于北美市场主机厂生产线固定资产投资的提升，公司汽车业务营收增长可期。一方面重点推进与核心战略客户的深入合作，另一方面积极开拓新客户。基于公司在汽车制造生产线的长期研发投入、技术积累及项目经验等先发优

势，以及与通用、福特、麦格纳等全球核心客户的长期战略合作，有望实现项目订单的持续高增。

非汽车业务逐步发力，积极拓展下游新机遇。随着工业机器人的应用场景愈来愈广泛，系统集成业务逐步向自动化程度较低的行业延伸。近年来公司逐步切入仓储物流领域，已与国际知名仓储物流业客户达成战略合作，签订了新一期合作协议并持续签订项目订单，有效为公司业绩带来增量。此外，公司还新开拓装配式建筑行业客户，加速工业自动化业务向非汽车产业应用推广，打开下游应用的潜在市场空间。

● 盈利预测与估值

公司是北美汽车焊装线市场有力竞争者，极大受益于北美电动车市场成长，并不断拓宽工业自动化业务下游，未来成长空间广阔，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.95/29.97/40.45 亿元，同比增速分别为 78.39%/50.21%/34.96%；归母净利润分别为 2.11/3.47/4.89 亿元，同比增速分别为 48.03%/64.23%/41.14%。公司 2023-2025 年对应 PE 估值分别为 22.88x/13.93x/9.87x，维持“买入”评级。

● 风险提示：

北美汽车市场竞争加剧风险；新业务领域导入进度不及预期风险；人才产能不足风险；全球化管理风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1119	1995	2997	4045
增长率(%)	-21.31	78.39	50.21	34.96
EBITDA（百万元）	54.84	301.95	462.54	632.98
归属母公司净利润（百万元）	142.54	211.01	346.54	489.10
增长率(%)	8.43	48.03	64.23	41.14
EPS（元/股）	0.31	0.45	0.75	1.05
市盈率（P/E）	33.86	22.88	13.93	9.87
市净率（P/B）	2.97	2.61	2.24	1.88
EV/EBITDA	65.46	18.13	11.81	8.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1119	1995	2997	4045	营业收入	-21.3%	78.4%	50.2%	35.0%
营业成本	955	1554	2320	3115	营业利润	37.4%	50.2%	64.2%	41.1%
税金及附加	13	16	24	32	归属于母公司净利润	8.4%	48.0%	64.2%	41.1%
销售费用	17	30	45	61	获利能力				
管理费用	100	180	270	364	毛利率	14.6%	22.1%	22.6%	23.0%
研发费用	3	4	6	8	净利率	12.7%	10.6%	11.6%	12.1%
财务费用	23	1	0	0	ROE	8.8%	11.4%	16.1%	19.0%
资产减值损失	-4	-10	-12	-15	ROIC	0.9%	7.7%	11.4%	14.1%
营业利润	165	248	408	575	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	54.7%	54.4%	56.0%	56.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.04	1.19	1.28	1.38
利润总额	166	248	408	575	营运能力				
所得税	23	37	61	86	应收账款周转率	4.67	6.94	8.40	8.41
净利润	143	211	347	489	存货周转率	1.15	1.87	2.08	2.12
归母净利润	143	211	347	489	总资产周转率	0.32	0.52	0.67	0.75
每股收益(元)	0.31	0.45	0.75	1.05	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.31	0.45	0.75	1.05
货币资金	43	247	260	444	每股净资产	3.49	3.98	4.62	5.53
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	272	303	411	551	PE	33.86	22.88	13.93	9.87
预付款项	24	33	53	70	PB	2.97	2.61	2.24	1.88
存货	941	1199	1686	2126	现金流量表				
流动资产合计	1726	2261	3117	4139	净利润	143	211	347	489
固定资产	356	341	324	305	折旧和摊销	29	52	55	58
在建工程	3	5	7	8	营运资本变动	106	-30	-328	-283
无形资产	37	28	18	7	其他	-168	-41	-73	-108
非流动资产合计	1860	1796	1770	1742	经营活动现金流净额	109	192	1	156
资产总计	3586	4057	4887	5881	资本开支	-43	-30	-30	-30
短期借款	0	0	0	0	其他	173	98	90	129
应付票据及应付账款	245	331	507	695	投资活动现金流净额	129	68	60	99
其他流动负债	1409	1569	1922	2310	股权融资	0	10	0	0
流动负债合计	1654	1900	2430	3005	债务融资	-191	-70	0	0
其他	308	307	307	307	其他	-52	3	-48	-71
非流动负债合计	308	307	307	307	筹资活动现金流净额	-244	-57	-48	-71
负债合计	1962	2206	2737	3312	现金及现金等价物净增加额	-14	204	13	184
股本	465	465	465	465					
资本公积金	331	342	342	342					
未分配利润	702	858	1106	1452					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	126	185	237	311					
所有者权益合计	1624	1850	2150	2570					
负债和所有者权益总计	3586	4057	4887	5881					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048